



Munich Personal RePEc Archive

Default, purchase of consent and economic efficiency

Mr Tarbalouti

Université Cadi Ayyad, GREER, FSJES Marrakech

2010

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/56220/>

MPRA Paper No. 56220, posted 26. May 2014 22:07 UTC

Défaut de paiement, Achat de consentement et efficience économique

Essaid Tarbalouti

Université Cadi Ayyad, GREER, FSJES Marrakech

Version Année 2010

Résumé

La littérature théorique sur les modes de défaut de paiement et ses implications sur le taux de défaut de paiement distingue deux règles : la règle de la décharge permettant d'exonérer le débiteur en cas de défaillance et la règle d'obligation de remboursement des dettes par le débiteur. Plusieurs arguments théoriques sont divisés quant à l'efficacité de ces règles. Cet article montre que l'achat de consentement, entendu ici comme mode de résolution de défaut de paiement, peut réduire le taux de défaut de paiement. On présente alors les conséquences en termes de maximisation de la valeur de l'entreprise.

Mots clés : Efficience ; défaut de paiement ; faillite ; droit de faillite ; règles de droit de faillite ; Achat de consentement ; Maximisation de la valeur de l'entreprise

Summary

The theoretical literature on the modes of the default and its implications on the rate of the default distinguishes two rules: the rule of the discharge allowing to exempt the debtor in case of failure and the rule of obligation of repayment of the debts by the debtor. Several theoretical arguments are divided as for the efficiency of these rules. This article shows that the purchase of consent, understood here as mode of resolution of the default, can reduce the rate of the default. We present then the consequences on of maximization of the value of the company.

Keywords: Efficience ; default; bankruptcy ; law of bankruptcy ; legal rules of bankruptcy; purchase of consent ; Maximization of the value of the company ; the rate of the default.

1 Introduction

La littérature récente sur le défaut de paiement entre créanciers et débiteurs et sur la maximisation de la valeur de l'entreprise repose sur deux relations fondamentales : il y a d'une part, la relation entre structure du capital, défaut de paiement et maximisation de la valeur de l'entreprise et d'autre part, la relation entre les différents modes de traitement du défaut de paiement et la maximisation de la valeur de l'entreprise.

Les études théoriques sur la relation "structure du capital, défaut de paiement et maximisation de la valeur de l'entreprise" mettent en avant un lien positif en raison des effets désincitatifs que joue la dette sur le comportement opportuniste des dirigeants de l'entreprise (voir Jackson [1985], Bukley [1986], Betker [1995], Gertner et Scharfstein [1991], Adler [1993]). Toutefois, ce genre de relation, dette-capitaux propres, ne permet pas de résoudre le problème de défaut de paiement mais il le crée afin que les actionnaires prennent une décision de liquidation (Harris et Raviv [1991], Rose-Ackerman [1991]).

Plusieurs auteurs ont alors développé d'autres modèles contradictoires expliquant l'impact des sûretés et des règles de priorité sur l'investissement et le coût de faillite (Adler [1993], Picker, [1992], Triantis [1992], Schwartz [1989]). Une fois encore, malgré la pertinence de ces modèles, ils ne permettent pas de résoudre le problème de défaut de paiement puisque ces modèles ont pour objet une répartition des droits et non pas une réparation de défaut de paiement (voir Scott et Jackson [1989]).

Quant à la relation entre les différents modes de traitement du défaut de paiement, le conflit d'intérêt et la maximisation de la valeur de l'entreprise, la littérature théorique considère qu'une règle juridique unilatérale de décharge permettant d'exonérer les débiteurs et de limiter les droits des créanciers en cas de défaut de paiement de l'entreprise est susceptible de maximiser la valeur de l'entreprise. Cet argument est avancé dans le cadre de la théorie de risque où, lorsque la règle ou le mode de traitement de défaut de paiement est défavorable au débiteur, le choix stratégique en faveur d'un niveau d'investissement sous-optimal prend place. Ceci aura pour conséquence un taux de défaut de paiement plus important (voir Posner [1976], Jackson [1985]). De nouveau, malgré la cohérence de cette analyse, ces prédictions sont en opposition avec les travaux théoriques menés sur les modes de traitement de défaut de paiement et la maximisation de la valeur de l'entreprise. La responsabilité des créanciers, en cas de défaut de paiement de l'entreprise, n'est pas porteuse d'efficacité économique. Plusieurs arguments sont alors avancés pour invalider cette approche que ce soit par les effets désincitatifs de la dette sur les comportements des débiteurs en présence de cette règle ou par la mise en avant du rôle de l'entrepreneur-débiteur dans la prise de risque (voir Bukley [1994], Martel [1996], Eisenberg [1981]).

La littérature récente met en avant les problèmes du contrat de dette et de sa renégociation comme mode de traitement du défaut de paiement : le contrat de dette réduit le comportement opportuniste puisqu'il donne au créancier le droit de liquider l'entreprise. Toutefois, ce droit de liquider l'entreprise peut entraîner des inefficiences surtout lorsque le défaut de paiement est fondé sur les gains privés et non pas sur la valeur de l'entreprise (voir Bolton [1990], Weiss [1991], Schwartz [1997], Bolton et Scharfstein [1996]).

Cet article part du principe que les modes de traitement du défaut de paiement existants ne permettent pas de maximiser la valeur de l'entreprise en présence du défaut de paiement. On attribue cette inefficacité au conflit d'intérêt entre actionnaires et créanciers en fonction de leurs modes de rémunération respectifs et qui, naturellement, ne coïncide pas avec l'intérêt collectif. On propose alors "l'achat de consentement" pour liquider ou pour continuer l'entreprise comme

mode de traitement du défaut de paiement et de maximisation de la valeur de l'entreprise. L'idée est que l'achat de consentement lors de défaut de paiement peut affecter le choix des créanciers et des débiteurs en faveur de la continuation lorsque la valeur de l'entreprise est positive. Si les coûts de transaction sont faibles, la partie qui gagne de la continuation de l'entreprise peut essayer d'offrir une compensation à la partie qui perd afin d'acheter son consentement de continuer et donc de maximiser la valeur de l'entreprise. L'achat de consentement, via cette compensation, est possible là où les coûts de transaction sont faibles. En principe, les modes de traitement de défaut de paiement sont échangeables. Les coûts de transaction liés à l'achat de consentement pour continuer ou pour liquider l'entreprise doivent prendre en compte les coûts de négociation, de sanction ainsi que le coût d'opportunité du défaut de paiement de chaque agent. En absence des coûts de transaction, le consentement pour la continuation de l'entreprise, en présence de défaut de paiement, fait souvent l'objet d'un marchandage entre créancier et débiteur. En présence de coûts de transaction élevés, la probabilité d'observer de telles pratiques sont faibles. Et par conséquent, la possibilité d'échanger une règle ou un mode de traitement de défaut de paiement par un autre, afin de maximiser la valeur de l'entreprise, devient impossible.

Cet argument est développé dans le cadre d'un modèle à deux agents (créancier et débiteur) où l'on détermine les conditions sous lesquelles la continuation de l'entreprise et le défaut de paiement peuvent prendre place. On compare ensuite les différents modes de traitement du défaut de paiement : la règle unilatérale de la décharge ou de l'exonération du remboursement de la dette et la règle unilatérale du remboursement de la dette. On verra comment ces modes de traitement du défaut de paiement affectent les rémunérations, la maximisation de la valeur de l'entreprise et les possibilités de défaut de paiement. On examine les conditions sous lesquelles l'achat de consentement de continuer l'entreprise peut prendre place et comment ces achats de consentement peuvent modifier la maximisation de l'entreprise. Dans ce cadre, on montre que l'achat de consentement n'est applicable que lorsque les coûts de transaction sont faibles. Dans un tel cadre, il apparaît, qu'en présence de conflit sur les modes de rémunération suite à une règle unilatérale, une compensation permettant l'achat de consentement pour continuer s'installe maximisant ainsi la valeur de l'entreprise et réduisant les possibilités de défaut de paiement. Dans une telle situation, il apparaît que les modes de traitements du défaut de paiement sont indépendants de la probabilité de défaut de paiement de l'entreprise et de la maximisation de sa valeur.

La suite de cet article est organisée comme suit : la section (2) décrit le modèle. Les sections (3) et (4) comparent les résultats des différentes décisions de défaut de paiement sans et avec achat de consentement pour continuer l'activité au sein de l'entreprise. La section (5) prend en considération l'impact des règles légales de défaut de paiement sur notre règle d'achat de consentement et les possibilités de défaut de paiement en absence et en présence des coûts de transaction.

2 Modèle et décision de défaut de paiement au sein de l'entreprise

Notre modèle décrit une relation de long terme à deux périodes au sein d'une entreprise. Dans ce type d'entreprise, on distingue deux agents (débiteur et créancier) qui apportent des capitaux afin de produire un bien donné et bénéficier de l'économie de l'entreprise. Le créancier est supposé recevoir un revenu fixe, appelé X , en travaillant au sein de l'entreprise, c'est un salarié. Le débiteur est un actionnaire. Il reçoit une rémunération qui correspond à la différence entre la valeur de l'entreprise et la rémunération du créancier. La valeur de l'entreprise est représentée par V . Elle est supposée être connue.

On note respectivement C_D et C_C les coûts d'opportunité du débiteur et du créancier. Le coût d'opportunité de chacun est supposé être inconnu par l'autre. Ces coûts sont supposés être composés de la part de la valeur de liquidation entre débiteur et créancier, des investissements initiaux et spécifiques des deux agents et des revenus que chaque agent peut procurer en dehors de l'entreprise. Selon que C_D et/ou C_C est inférieur ou supérieur à la valeur de l'entreprise ou à la rémunération de l'un des agents au sein de l'entreprise, celle-ci continuera ou fera défaut de paiement¹.

Le gain de l'entreprise de la continuation ou de défaut de paiement de l'entreprise qui exprime la différence entre la valeur de l'entreprise et le coût d'opportunité, est notée g . Celui-ci peut s'écrire

$$g = V - (C_D + C_C) \quad (1)$$

Il s'ensuit donc que la décision de continuation et de défaut de paiement de l'entreprise dépendent de l'arbitrage entre V et $(C_D + C_C)$. Ainsi, l'entreprise continue son activité lorsque $g > 0$, ou, en d'autres termes,

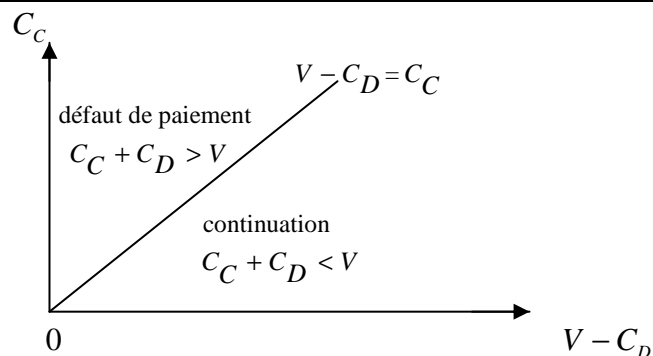
$$V > C_D + C_C \quad (2)$$

Où (3) est supposée représenter la condition sous laquelle la décision de continuer l'activité est optimale. En revanche, l'entreprise fait faillite lorsque

$$V < C_D + C_C \quad (3)$$

La figure 1 illustre la décision de continuation ou de défaut de paiement de l'entreprise où sur l'axe vertical on distingue le coût d'opportunité du créancier, C_C , et sur l'axe horizontal la valeur de l'entreprise ($V - C_D$). Le défaut de paiement est observé à gauche de la bissectrice alors que la continuation de l'entreprise est observée à droite de la bissectrice.

Figure 1 : Faillite et continuation de l'entreprise



Il est intéressant maintenant de déterminer les décisions unilatérales du créancier et du débiteur du défaut de paiement sans achat de consentement et de comparer l'efficacité des différentes règles de défaut de paiement sur la maximisation de la valeur de l'entreprise².

¹ Ici et par abus de langage, on suppose que de défaut de paiement est réalisé lorsque la valeur de l'entreprise ou le revenu de l'un des agents au sein de l'entreprise ne permet pas de couvrir son coût d'opportunité.

² On parle de maximisation de la valeur de l'entreprise lorsque les revenus respectifs du débiteur et du créancier au sein de l'entreprise sont supérieurs ou égaux à leurs coûts d'opportunité.

3 Décision de défaut de paiement sans achat de consentement

Il est supposé plus haut que le créancier reçoit un revenu fixe (X) en travaillant au sein de l'entreprise. Son gain (ou sa perte) est appelé (g_1). Il dépend de l'arbitrage entre son revenu fixe (X) et son coût d'opportunité (C_c), Ce gain est donné par

$$g_1 = X - C_c \quad (4)$$

En prélevant le revenu fixe du créancier de la valeur de l'entreprise, on obtient le revenu du débiteur (R)

$$R = V - X \quad (5)$$

En retranchant de ce revenu le coût d'opportunité du débiteur, on obtient le gain (ou la perte) du débiteur (g_2). Il est donné par

$$g_2 = (V - X) - C_d \quad (6)$$

Quelles seront les possibilités de décision de continuation et de défaut de paiement de l'entreprise sans la possibilité d'achat de consentement ? L'entreprise prend sa décision de continuation ou de défaut de paiement en fonction des gains alternatifs de l'ensemble de ses agents et des gains de chaque agent au sein de l'entreprise. Plus formellement, la décision de continuation ou de défaut de paiement de l'entreprise est obtenue en comparant d'une part les gains (ou les pertes) de l'entreprise et du débiteur ; et d'autre part, les gains (ou les pertes) de l'entreprise et ceux du créancier.

La décision de continuation ou de défaut de paiement de l'entreprise en comparant les gains (ou les pertes) de l'entreprise, ($V - (C_d + C_c)$), et du débiteur, $((V - X) - C_d)$, est donnée par

$$\begin{aligned} g - g_2 >< 0 &\Leftrightarrow V - (C_d + C_c) - [(V - X) - C_d] >< 0 \\ &\Leftrightarrow X - C_c >< 0 \\ &\Leftrightarrow g - g_2 >< g_1 \end{aligned} \quad (7)$$

En comparant les gains (ou pertes) de l'entreprise ($V - (C_d + C_c)$) et du créancier ($X - C_c$), on obtient :

$$g - g_1 >< 0 \Leftrightarrow V - (C_d + C_c) - (X - C_c) >< 0 \quad (8)$$

ou, après simplification,

$$\Leftrightarrow g - g_1 >< g_2$$

Formellement, cela signifie que la continuation comme le défaut de paiement de l'entreprise est obtenu en exprimant les valeurs de g_1 et g_2 en fonction de g .

on obtient alors les résultats suivants :

Proposition 1: *Quelque soit la valeur de l'entreprise, la possibilité d'une décision unilatérale de défaut de paiement comme de continuation de l'entreprise par l'un des agents existe.*

Proposition 2: Lorsque la valeur de l'entreprise est positive (négative), les possibilités unanimes de continuation (de défaut de paiement) de l'entreprise sont plus faibles que les possibilités de défaut de paiement unilatérales.

Démonstration : En utilisant (7), (8), on obtient :

Avec une valeur positive de l'entreprise ($V > C_D + C_C$), l'entreprise se trouve dans deux cas :

1^{er} cas : le débiteur et le créancier décident de continuer³ unanimement si et seulement si $g_1 > 0$, $g_2 > 0$ et $g \geq (g_1 + g_2)$

Dans ces conditions, on a :

$$g - g_1 \geq g_2$$

et

$$g - g_2 \geq g_1$$

2^{ème} cas : l'un des deux agents décide de se mettre en défaut de paiement d'une façon unilatérale si la valeur de $g < (g_1 + g_2)$ et $g_1 < 0$ ou $g_2 < 0$, ou en d'autres termes si

$$g - g_1 < g_2$$

ou

$$g - g_2 < g_1$$

Lorsque $g < (g_1 + g_2)$ et $g_1 > 0$ et $g_2 < 0$, on trouve une situation de conflit. Le débiteur souhaite continuer son activité au sein de l'entreprise. Tandis que le créancier n'a aucun intérêt pour que l'entreprise continue. Il se met en cessation de paiement d'une façon unilatérale. Naturellement le raisonnement inverse s'applique lorsque $g_1 < 0$ et $g_2 > 0$.

A l'opposé, lorsque la valeur de l'entreprise est négative ($V < C_D + C_C$), deux cas de défaut de paiement se présentent :

1^{er} cas : le débiteur et le créancier décident de se mettre en défaut de paiement unanimement si et seulement si $g_1 < 0$ et $g_2 < 0$.

2^{ème} cas : le débiteur et le créancier sont en conflit sur la décision de cessation de paiement⁴ si

$$g - g_1 < g_2$$

ou

$$g - g_2 < g_1$$

Bien entendu, lorsque la valeur de l'entreprise est négative et que ($g_1 > 0$ et $g_2 < 0$) ou ($g_1 < 0$ et $g_2 > 0$) on retrouve la situation de conflit du 2^{ème} cas ou la valeur de l'entreprise est positive.

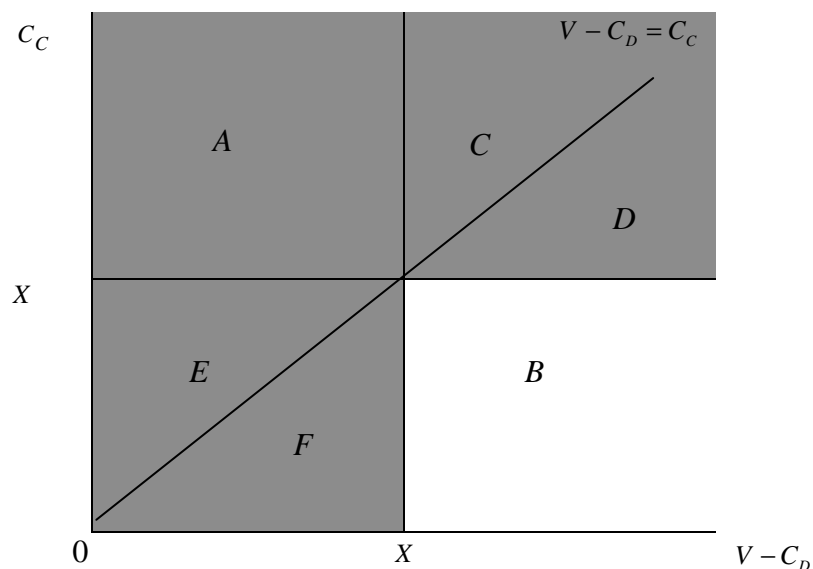
³ White [1989].

⁴ Souvent, les créanciers salariés souhaitent continuer travailler dans une entreprise alors que ses profits sont négatifs.

Ceci apparaît clairement sur la figure (2) où le revenu fixe du créancier est représenté par la droite qui coupe l'axe vertical du coût d'opportunité du créancier. Tandis que le revenu du débiteur est représenté sur l'axe horizontal de la valeur de l'entreprise $((V - C_D) - X)$. Quelle que soit la valeur de l'entreprise, les possibilités respectives de défaut de paiement unilatérales du débiteur et du créancier augmentent les possibilités de défaut de paiement de l'entreprise. Pour l'entreprise, on constate que les possibilités de défaut de paiement et de continuation sont représentées respectivement par les zones (A, C et E) et (B, D et F). Tandis que pour le créancier et le débiteur simultanément, les possibilités de défaut de paiement sont représentées par les zones ombrées (A, C et D) et (A, E et F). Alors que leur possibilité de continuation unanime est représentée par la zone B.

En comparant les zones de défaut de paiement du débiteur et du créancier, on observe que le défaut de paiement est préférable *unanimement* pour le débiteur et le créancier dans la zone A. En revanche, dans les zones (C et D), le *défaut de paiement unilatéral* n'est souhaitable que pour le créancier. Tandis que dans les zones (E et F), le *défaut de paiement unilatéral* n'est préférable que pour le débiteur. Ces zones constituent donc des zones de conflit où le défaut de paiement par l'un des agents porte préjudice à l'autre.

Figure 2. - Défaut de paiement et continuation de l'entreprise



Comparons maintenant le niveau de défaut de paiement avec la règle d'achat de consentement de continuation ou non de l'entreprise qu'on propose et les autres règles légales.

4. Décision de défaut de paiement avec achat de consentement

Par souci de simplification, on suppose dans ce qui suit que la valeur de l'entreprise est positive⁵. On suppose également que les biens de l'entreprise sont parfaitement divisibles.

Etudions, dans ce cadre, l'équilibre de défaut de paiement ou de continuation lorsque l'achat de consentement est possible. On suppose que l'agent, qui gagne, a la possibilité de payer une somme financière à l'agent qui perd en échange de son consentement de continuer son activité au sein de l'entreprise. L'agent, qui gagne de la continuation de l'entreprise, est prêt à effectuer ces paiements dans la mesure où l'achat de consentement de continuation lui procure un revenu supérieur ou égal à son coût d'opportunité. L'agent qui perd est prêt à continuer son activité au sein de l'entreprise s'il reçoit une compensation financière qui neutralise sa perte ou son coût d'opportunité. Le montant de la compensation est juste égal au surplus de la valeur de l'entreprise approprié par l'un des agents. La compensation maximale est donnée par (X')

Ainsi, sans achat de consentement et avec $g_1 < 0$ et $g_2 > 0$, le débiteur gagne et le créancier perd de la continuation. L'entreprise est en présence d'une cessation de paiement initiée par le créancier. Cette possibilité est donnée par

$$g - g_1 \geq g_2 \quad (9)$$

Le débiteur, peut accepter d'acheter le consentement de continuation du créancier pour une compensation financière, c'est-à-dire par une augmentation de X . L'achat de consentement est possible si et seulement si le surplus de gains pour le débiteur qui gagne est supérieur ou égal à la compensation du créancier qui perd. Dans ce cas seulement, le débiteur peut verser une compensation pour que les possibilités de continuation optimale de l'entreprise émergent. Analytiquement, cette condition s'écrit

$$g - (g_1 + X') \geq g_2 - X' \Leftrightarrow V - (C_D + C_C) - (X + X' - C_C) \geq (V - X) - C_D - X' \quad (10)$$

Aussi, la possibilité de cessation de paiement sans achat de consentement lorsque $g_1 > 0$ et $g_2 < 0$, ou le créancier gagne de la continuation et le débiteur perd est donnée par

$$g - g_2 \geq g_1 \quad (11)$$

La condition pour que l'achat de consentement du débiteur par le créancier soit effectif est que le surplus de gains pour le créancier soit supérieur ou égal à la compensation du débiteur. Dans ce cas, le créancier peut verser une compensation en acceptant une baisse de son revenu. Ainsi, le montant de la compensation nécessaire pour que les possibilités de défaut de paiement optimales de l'entreprise soient réalisées est donné par

$$g - (g_2 + X') \geq g_1 - X' \Leftrightarrow V - (C_D + C_C) - [(V - X) - C_D + X'] \geq (X - X') - C_C \quad (12)$$

On a donc le résultat suivant :

⁵ Cette hypothèse nous permet d'exclure de notre analyse le cas où la valeur de l'entreprise est négative et où le défaut de paiement est inévitable.

Proposition 3 : *Lorsque la valeur de l'entreprise est positive, il existe un montant de compensation maximale entre les agents défaillants au-dessous duquel les possibilités de continuation optimale deviennent effectives.*

Démonstration: Par (9) ou, $g_2 > 0$ et avec $X' \leq g_2 - X - C_D$ on a l'équation (10).

Egalement Par (11) ou $g_1 > 0$ et avec $g_2 < 0$ et $X' \leq g_1 - C_C$ on a l'équation (12)

Discutons de l'impact des règles légales de défaut de paiement sur notre règle d'achat de consentement de continuation et sur les possibilités de défaut de paiement sous l'hypothèse des coûts de transaction nuls et positifs.

5. Règles de faillite, coût de transaction et défaut de paiement

On suppose que le législateur adopte une loi instaurant une règle unilatérale. Celle-ci peut être une règle de décharge du débiteur ou une règle d'obligation de remboursement des dettes en cas de défaut de paiement. La règle de décharge permet d'exonérer le débiteur de ses obligations de remboursement. Ici, on suppose qu'elle lui interdit de couvrir le coût d'opportunité du créancier par une augmentation de (X) . Quant à la règle d'obligation de remboursement, elle ne permet au créancier que le paiement du montant (X) .

On suppose également que les coûts de transaction⁶, (T) , sont constitués des coûts de négociation et des coûts de sanctions, suite à la modification de la règle légale. Ceux-ci sont supposés être supportés par celui qui a intérêt à continuer l'activité au sein de l'entreprise.

Dans ce cadre, déterminons les possibilités de défaut de paiement lorsque l'une des règles légales est applicable.

Lorsque la règle de décharge ou d'obligation de remboursement est imposée dans la situation de l'équation (9) ou (11), les agents qui gagnent de la continuation n'ont pas la possibilité de verser une compensation financière aux agents qui perdent en échange de leur consentement de continuation sans supporter des coûts de transaction (T) .

Ainsi, avec l'équation (9) et en subissant la règle de la décharge, le débiteur qui gagne de la continuation ne paie que le montant (X) . Le créancier, dans ce cadre, n'est pas prêt à continuer l'activité au sein de l'entreprise s'il ne reçoit pas une compensation qui neutralise son coût d'opportunité. Il y a donc défaut de paiement. En insérant la possibilité d'achat de consentement, présentée par la compensation financière, par le débiteur ; et en insérant les coûts de transaction liés à la modification de la règle de la décharge, on obtient

$$g - (g_1 + X') \geq g_2 - X' - T \Leftrightarrow V - (C_D + C_C) - (X + X' - C_C) \geq (V - X) - C_D - X' - T \quad (13)$$

où T , représente les coûts de transaction

Dans l'équation (11), le créancier, en subissant la règle de l'obligation de remboursement, il impose le règlement du montant (X) . Dans cette situation, le débiteur renonce à continuer son activité au sein de l'entreprise tant qu'il ne reçoit pas une compensation financière. Il y a également défaut de paiement. En acceptant d'acheter le consentement du débiteur par une compensation financière, le créancier supporte des coûts de transaction. Les gains (ou pertes) associés à la modification de la règle d'obligation de remboursement par la règle d'achat de consentement s'élèvent à

⁶ Voir Jackson [1985], Warren [1993] et Bowers [1993] sur un débat contradictoire du rôle du droit de la faillite sur la réduction des coûts de transaction.

$$g - (g_2 + X') \geq g_1 - X' - T \Leftrightarrow V - (C_D + C_C) - [(V - X) - C_D + X'] \geq (X - X') - C_C - T \quad (14)$$

on obtient alors les résultats suivants :

Proposition 4 : *Lorsque les coûts de transaction sont nuls, l'imposition d'une règle de décharge ou d'obligation de remboursement permettant de résoudre le défaut de paiement n'a aucune incidence sur les possibilités optimales de continuation de l'entreprise.*

Proposition 5 : *Lorsque les coûts de transaction sont positifs, l'imposition d'une règle de décharge ou d'obligation de remboursement de dette a des possibilités de défaut de paiement supérieures aux possibilités optimales de défaut de paiement de l'entreprise.*

Démonstration : Lorsque $(T = 0)$ on a (10) et (12)

Par (9) et lorsque $(T = X')$ on a $(X' > g_2 - X - C_D - T)$ et $(g_2 < 0)$.

Par (11) et lorsque $(T = X')$ on a $(X' > g_1 - C_C - T)$ et $(g_1 < 0)$.

La condition pour que l'achat de consentement soit possible est que $X' \leq (g_2 - X - C_D - T)$ ou $X' \leq (g_1 - C_C - T)$. Dans ces cas, l'agent, qui gagne de la continuation de l'entreprise en présence de la règle de décharge ou d'obligation de remboursement, a la possibilité de l'échanger par la règle d'achat de consentement qui permet de payer une somme financière à l'agent qui perd⁷. Echangeant ainsi la règle inefficace par la règle efficace.

Donc, l'instauration d'une règle d'achat de consentement en présence des coûts de transaction positifs semble constituer un mode de traitement des défaillances qui permet de réduire le défaut de paiement au sein de l'entreprise.

Conclusion

Dans cet article, on montre que l'achat de consentement de continuer l'activité au sein de l'entreprise peut affecter les possibilités de défaut de paiement en faveur de la continuation surtout si la valeur de l'entreprise est positive. Dans un monde où les coûts de transaction sont élevés, les modes de traitement de défaut de paiement impliquent des possibilités de défaut de paiement plus importantes que les possibilités optimales de défaut de paiement de l'entreprise. Il s'ensuit que, lorsque les coûts de transaction sont faibles et que la valeur de l'entreprise est positive, l'agent qui gagne de la continuation de l'entreprise a intérêt à payer une somme financière à l'agent qui perd en échange de son consentement de continuer son activité au sein de l'entreprise. D'une façon plus précise, si le revenu procuré de l'achat de consentement de continuation au sein de l'entreprise est supérieur aux coûts de transaction, l'agent qui gagne de la continuation peut essayer d'offrir une compensation financière à l'agent qui perd de cette continuation afin de neutraliser sa perte. Les coûts de transactions sont liés au niveau élevé du taux de défaut de paiement au sein de l'entreprise.

Dans le cadre des coûts de transaction élevés, on peut s'attendre à ce que les règles de traitement de défaut de paiement influencent le taux de défaut de paiement. En absence des coûts de transaction, tous les agents choisissent de continuer leurs activités au sein de l'entreprise lorsque la valeur de l'entreprise est positive. Lorsqu'il y a défaut de paiement, le

⁷ Il est supposé que l'agent, qui gagne de la continuation de l'entreprise, est prêt à effectuer ces paiements dans la mesure où l'achat de consentement de continuation lui procure un revenu supérieur à son coût d'opportunité

marchandage en faveur de l'achat de consentement de continuer l'activité au sein de l'entreprise prend place. On a donc un lien entre l'achat de consentement lors de la défaillance de l'entreprise et les possibilités optimales de défaut de paiement de l'entreprise.

Toutefois, en présence des règles légales de défaut de paiement et lorsque les coûts de transaction sont faibles, le marchandage pour l'achat de consentement pour continuer l'activité au sein de l'entreprise se fait sentir remplaçant ainsi les règles légales de défaut de paiement qui ne sont pas efficaces. On peut donc conclure que l'instauration de l'achat de consentement de continuation de l'entreprise en présence des coûts de transaction positifs peut constituer un mode de traitement de défaut de paiement qui permet de réduire le défaut de paiement au sein de l'entreprise.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Adler B. (1993), «An Aquity-Agency Solution To The Bankruptcy - Priority Puzzle» , *Journal of Legal Studies*, vol. 22, Janvier, pp 73-98
- Adler B. (1993), «Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy», *Stanford Law Review*, vol. 45, Janvier, pp 311-346
- Betker B. (1995), «Management's Incentives, Equity's Bargaining Power and Deviations from absolute priority in Chapter 11 Bankruptcies», *Journal of Business*, vol 68 n°2, pp 161-81.
- Bolton P. (1990), «Renegotiation and The Dynamics of Contract Design», *European Economic Review*, 34, pp. 303-310
- Bolton, P. et Scharfstein D. (1996), «Optimal Debt Structure and the Number of Creditors», *Journal of Political Economy*, vol. 104, pp. 1-25
- Bowers J. W. (1993), «The Fantastic Wisconsin Zero-Bureaucratic-Cost School of Bankruptcy Theory : A Comment», *Michigan Law Review*, vol. 91, pp 1773-1792
- Bukley F. [1994], «Frest Start» *Southern California Interdisciplinary Law Journal*, vol 4:67, pp 83-88
- Eisenberg T. (1981), «Bankruptcy Law In Perspective», *UCLA Law Review*, vol. 28, pp 953-999
- Gertner R. et Scharfstein, D. (1991), «Theory of Workouts and the Effect of Reorganization Law», *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1189-1222
- Harris M. et Raviv A. (1991), «The Theory of Capital Structure», *The Journal of Finance*, vol. 46, n°1, pp 297-355
- Jackson T. (1985) «The Fresh-Start Policy in Bankruptcy Law . », *Harvard Law. Review.*, vol.98, p 1393. Janvier, pp 187-207
- Jackson T. H. et Scott R. E. (1989), «On The Nature of Bankruptcy : An Essay on Bankruptcy Sharing and The Creditors' Bargain», *Virginia Law Review*, vol. 75, n°2, pp 155-204
- Martel J. (1996), «Solutions au stress financier : un survol de littérature», *L'Actualité Economique, Revue d'Analyse Economique*, vol. 72, n°1, Mars, pp 51-78
- Picker R. C. (1992), «Security Interests, Misbehavior And Common Pools», *The University of Chicago Law Review*, pp 645-679
- Posner R. A. (1976), « The Rights of Creditors of Affiliated Corporations», in , *The University of Chicago Law Review*, Vol. 43, pp 463-526
- Rose-Ackerman S. (1991), «Risk Taking and Ruin : Bankruptcy and Investment Choice» , *Journal of Legal Studies*, vol. 20, pp 277-311
- Schwartz A. (1989), «A Theory of Loan Priorities», *The Journal of Legal Studies*, vol. 18, pp 209-261.
- Schwartz A. (1993), «Bankruptcy Workouts And Debt Contracts», *Journal of Law and Economics*, vol. 36, pp 595-632

- Schwartz A. (1997), «Contracting About Bankruptcy», *The Journal of Law Economics And Organization*, V13 N1, pp 127-145
- Triantis G. G. (1992), «Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information», *Journal of Legal Studies*, vol. 21, pp 225-258
- Warren E. (1993), «Bankruptcy Policymaking In An Imperfect World», *Michigan Law Review*, vol. 92, pp 336-387
- Weiss L. (1990), «Bankruptcy Resolution : Direct Costs And Violation Of Priority Claims», *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp 285-314
- White M. J. (1989), «The Corporate Bankruptcy Decision», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, Printemps, pp. 129-151